

## 米国経済の対外不均衡とリスク・マネー：ISバランスと株式市場からの再考

篠崎，彰彦  
九州大学大学院経済学研究院助教授

<https://hdl.handle.net/2324/20519>

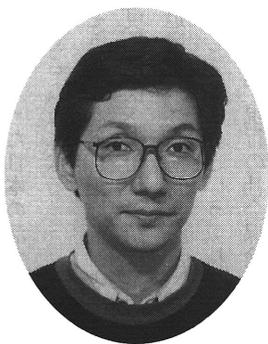
---

出版情報：国際金融. 1035, pp. 44-53, 1999-11. 外国為替貿易研究会  
バージョン：  
権利関係：



# 米国経済の対外不均衡と リスク・マネー

—IS バランスと株式市場からの再考—



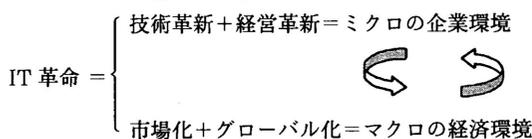
篠崎 彰彦

はじめに

九〇年代は、太平洋の両側で二つの鮮やかなコントラストが見られた。一つは米国経済の活況と日本経済の低迷であり、二つ目はその明暗が八〇年代とは完全に逆転していることである。このような現象の奥深い背景に、「IT革命」と称される技術革新がある。

IT革命は、ミクロ的な側面では技術革新と経営革新を引き起こし、マクロ的には市場化とグローバル化の潮流を生み出している(図1)。個々の企業にとっては生産・事務・販売・企画・開発といった日常活動のあらゆる面に技術革新の影響が生じ、しかも、これが狭い意味の技術的、工学的な範囲での革新にとどまらず、企業内部の組織構造や意思決

図1 90年代の経済環境



定構造、企業相互間の関係といった、企業経営の全般に鋭く革新を要求している。また、情報の非対称性が完全に消滅することはないにしても、情報化の劇的な進展によって、従来に比べると純粋な市場が前提とする「完全情報」の方向へシフトしている。その結果、市場化の力学があらゆる面で強く作用し、しかも、地理的・時間的制約の克服によって、国境を越えた企業活動の可能性が広がっている。つまり、技術革新と経営革新の渦中にある個々の企業に対して、市場化とグローバル化という経済環境が出現しているのである。

米国経済は、こうした潮流に見事に適合した。八〇年代にミクロ面では企業の競争力の低下、マクロ面では財政赤字と対外不均衡(いわゆる双子の赤字)に悩まされた経済が、九〇年代には好調さを世界に誇示している。停滞する日本経済とのコントラストにおいて、米国経済の輝かしい再生に関心が集まりがちである。しかし、景気拡大が長期化するにつれて過剰消費の傾向がみられ、政府部門の黒字化とは裏腹に民間部門の貯蓄不足が顕在化し、その結果、対

外不均衡が再び急拡大している。対外不均衡は国内の不均衡を映し出す鏡である。企業の競争力回復や財政再建のペースに比べて対外不均衡の改善が進まず、むしろ、九八年末から急速に悪化している事実は、個々の企業の躍動感とは裏腹に、実は、マクロ的な国内問題が残されていることを端無くも示している。本稿では、こうした問題意識を踏まえて、米国経済に孕む問題が如何なるものか、八〇年代の問題と同じなのか、あるいは異なるのか、異なるとすればどのような違いがあるのか、といった点について、対外不均衡を切り口に、ISバランス論と株式市場の動向から再考していく。

## 一 米国経済の再生と

### ニュー・エコノミー論

九〇年代の米国経済は、設備投資主導で長期の拡大を実現しており、投資の増勢は黄金の六〇年代をも遙かに上回っている。九一年三月を底に回復に転じた米国経済は、平和時では最長の拡大を続け、九九年十月で一〇三ヵ月と、好況を演出して今

も人気の高いレーガン政権下の九二カ月をはるかに越え、ベトナム戦争と重なった六〇年代の一〇六カ月に迫っている。この拡大局面を過去と比較してみると、次の六点が明らかになる。第一に二%台前半といわれている潜在成長率からみて高い成長が持続していること、第二に物価安定が持続していること、第三に失業率が顕著に低下していること、第四に旺盛なニュービジネス設立がみられること、第五に設備投資の増勢がかつてなく持続していること、第六に上記の良好なパフォーマンスが後半にかけて一層強まっていることである。

景気拡大が長期化する中で、米国の経済が従来とは異なる次元の新時代に入ったという、いわゆるニュー・エコノミー論が議論されるようになってきた。その内容については必ずしも統一された定義はないが、一般には、概ね以下の二つの論点から整理されている。第一の論点は、グローバル化、情報化、規制緩和、労働市場の柔軟化により生産性が飛躍的に高まったというものであり、第二の論点は、これらの効果で景気変動が弱まった、

あるいはなくなったというものである。

こうした見解に対しては否定的な意見も多く、議論は決着していないが、九〇年代の米国でみられた情報資本への集中的な投資が、サプライサイドに全く何の影響も与えなかったとは考えにくい。供給サイドの活性化に設備投資は重要な役割をもつが、九〇年代の米国経済は情報化投資の増勢が顕著であった。最新のテクノロジーに対する投資によって、技術体系の劇的変化を経済に取り込み、旺盛なニュービジネスの設立など活発な企業行動と、労働需給の逼迫にもかかわらず賃金インフレが生じないという労働市場の構造変化が生じている。

このような事実から、情報技術革新の効果を全く否定してしまうのは、ひとつの極論といえる。だが、その結果、景気循環までが消滅したという議論展開もまた、一方の極論であり、永久に繁栄が続くと結論づける主張は、様々な点で妥当性に疑問がある。経済の拡大が技術革新のダイナミズムによるものとすれば、その動態的变化が拡大初期とは異なる新たな不均衡を生み出すからである。

## 二 再び拡大する

### 対外不均衡と国内の I S バランス

これを端的に示しているのが、対外不均衡の急拡大である。八〇年代に急拡大し、ピークには対 GDP 比三・六%に達した米国の経常赤字は、九〇年代に入るとやや縮小し、九七年までは GDP 比一%台にとどまっていた。しかし、その後九八年には二・六%と一〇年ぶりに二%台に赤字幅が拡大し、続く九九年上期は三・一%と、最悪を記録した八六〜八七年の局面に次ぐ規模に広がった。これについては、欧州経済が緊縮型の経済政策を続けたことや、日本経済が極度の不振に陥った構図の中で、世界経済を牽引する唯一の市場として機能しているとの見方もある。だが、基軸通貨国である米国の対外不均衡を長期にわたって放置することは、国際通貨システムや金融・資本市場の安定性の観点から問題とする提えかたは依然として根強い。

国民経済計算の恒等式から導かれる貯蓄・投資 (I S) バランスでこ

の問題を整理してみると、次の三点が明らかとなる。第一に、全体としての貯蓄率は必ずしも低下しておらず、むしろ、九〇年代初頭よりも上昇している点、第二に、部門間で見ると政府部門の黒字(貯蓄超過)化と個人の貯蓄率のマイナス転落など、八〇年代とはその内容がかなり変わっている点、第三に、九八年後半から九九年にかけて部門間の不均衡が急速に拡大している点である。

よく知られているとおり、一国における貯蓄・投資バランスの恒等式は次のようになる。

$$Y=C+I+G+EX-IM \quad (\text{支出面から見た恒等式})$$

$$Y=C+S+T \quad (\text{分配面から見た恒等式})$$

(ただし、Y: GDP、C: 消費、I: 民間投資、G: 政府支出、EX: 輸出、IM: 輸入、S: 民間貯蓄、T: 租税)

ここから、次の関係が得られる。

$$EX-IM=(S-I)+(T-G) \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$(\text{対外バランス})=(\text{民間バランス})+(\text{政府バランス})$$

表1 米国の部門別貯蓄・投資バランス (対GDP比)

	貯蓄			投資			経常収支 (%)
	(民間)	(政府)		(民間)	(政府)		
60年代	21.4	16.4	5.1	20.6	15.4	5.2	0.5
70年代	19.8	17.2	2.6	20.2	16.6	3.6	0.0
80年代	18.0	17.1	0.8	19.8	16.4	3.4	-1.8
(前半)	19.0	18.3	0.7	20.1	16.8	3.3	-0.8
(後半)	16.9	16.0	1.0	19.5	16.0	3.6	-2.9
90年代	16.1	14.4	1.6	17.4	14.4	3.1	-1.7
(前半)	15.2	15.2	0.0	16.6	13.4	3.3	-1.1
(後半)	16.9	13.7	3.2	18.3	15.3	2.9	-2.2

(注) 90年代は99年上期までのデータによる。

(出所) CEA "Economic Report of the President", BEA "National Income and Product Accounts" より作成。

対外不均衡は国内の部門別貯蓄・投資バランスを鏡のように映し出している。具体的なデータで年代別に大括りすると(表1)、八〇年代の米国では、民間部門の貯蓄のGDP比率は平均で一七・一%、投資比率は一六・四%だったのに対し、政府部門では、貯蓄比率が〇・八%で投資比率が三・四%であった。つまり、政府部門の不均衡が対外不均衡に反映しており、これがこの時代に「双

子の赤字」と称されたゆえである。それに対し、九〇年代の後半(九五年から九九年上期まで)は、民間貯蓄の比率が一三・七%、投資比率が一五・三%なのに対し、政府部門では貯蓄比率が三・二%で投資比率が二・九%となっており、政府は黒字化しているが民間では貯蓄不足が生じている。したがって、八〇年代の対外不均衡は、民間部門の貯蓄・投資がバラ

ンスする中で政府部門の赤字が拡大したことを反映したものであったのに対し、九〇年代後半のそれは、民間部門で貯蓄不足が生じ、財政再建を実現した政府部門の黒字によっても踏えなかったという国内事情を反映しているのである。米国の対外不均衡は依然として続いているものの、経常赤字が映し出す国内のマクロ問題は、八〇年代とは明らかに異なっている。

### 三 部門別Sバランスにみる八〇年代からの変化

ここで、前記(1)式の民間貯蓄Sを個人貯蓄 $S_p$ と企業利潤 $S_b$ に分け、民間投資を住宅投資 $I_r$ と在庫を含む企業投資 $I_b$ に分けた上で、住宅投資は家計によって行われると単純化すると、次の関係が導かれる。

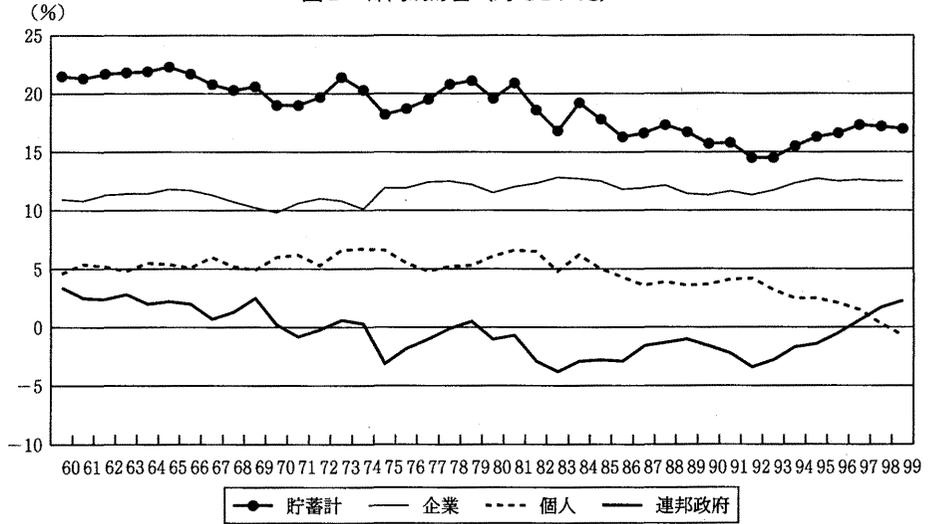
$$EX-IM = (S_p - I_r) + (S_b - I_b) + (T - G) \dots\dots\dots (2)$$

(対外バランス) = (家計バランス) + (企業バランス) + (政府バランス)

つまり、対外不均衡は、国内における家計、企業、政府という各経済主体の貯蓄・投資、バランスの不均衡を事後的に映し出すものである。そこで、まず各部門別の貯蓄率を長期系列でみると(図2)七〇年代まで二〇%程度であった米国全体の貯蓄率は、八〇年代に長期的に低下し、九〇年代の初頭に一時一五%を切るに至ったが、九四年からは持ちなおし、九七年には一

七・三%まで回復した。その後やや低下しているが九九年上期で一七%を維持している。この貯蓄率の回復は、政府部門と企業部門によってもたらされている。家計部門の貯蓄率は九〇年代に入り一層低下し九八年後半からはマイナスにすらなっているが、企業部門は好調な企業収益を背景に、また、政府部門は連邦政府の財政再建により貯蓄率が上昇している。特に、連邦政府に関しては、最悪であった八三年のマイナス三・八%から九九年上期のプラス二・三%までGDP比率を六・一ポイント引き上げている。連邦政府の財政再建に大きく寄与したのが、冷戦終結後の軍事支出削減である。軍事支出のGDP比率は、ベトナム戦争のあった六〇年代には一〇%を超えていたが、その後七〇年代後半には六%を切るころまで低下した。しかし、強いアメリカを標榜したレーガン政権時に再び上昇し、八〇年代中盤は七・五%に達した。この軍事支出負担が、冷戦終結後の九〇年代に大きく低下し、今では四%になっている。政府部門の貯蓄率が上昇したうちのかなりの部分が平和の配当によって

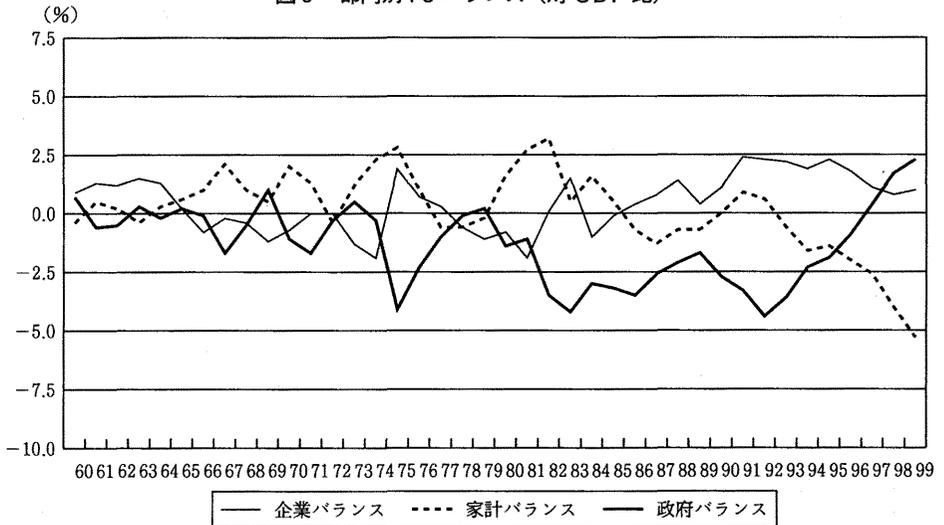
図2 部門別貯蓄 (対 GDP 比)



(注) 1999年は、上期ベース。

(出所) CEA "Economic Report of the President", US Department of Commerce BNA 資料より作成。

図3 部門別ISバランス (対 GDP 比)



(注) 1999年は、上期ベース。

(出所) CEA "Economic Report of the President", US Department of Commerce BNA 資料より作成。

もたらされているのである。<sup>②</sup>  
 一方、部門別の投資動向を名目ベ  
 スで見ると、情報化投資を中心に活  
 発な投資行動が見られる企業部門は、

九〇年代初頭に比べて投資比率は高  
 まっているものの、八〇年代中盤に  
 比べるとそれほど高水準ではない。  
 八〇年代の投資が主として節税目的

の不動産関連で、価格の低下も見ら  
 れなかったのに対し、九〇年代は技  
 術革新を反映して価格低下の著しい  
 情報化投資が中心という違いによる。

また、民間住宅投資はGDP比四  
 程度と、九〇年代も八〇年代と同程  
 度の水準にある。一方、政府部門の  
 投資は地方政府では八〇年代と変わ  
 りがないものの、連邦政府は軍事費  
 の削減により低下しており、全体と  
 しての公共投資支出は比率を下げて  
 いる。

以上により、部門別のISバラン  
 スを整理すると(図3)、家計部門  
 では九〇年代に入り貯蓄率の低下と  
 堅調な住宅投資により赤字拡大、企  
 業部門では好調な企業収益で投資を  
 賄い黒字基調を続けているものの、  
 旺盛な投資で九八年からやや黒字幅  
 が縮小、政府部門では軍事費削減に  
 よる連邦政府の財政再建で赤字から  
 黒字への転換という状況にある。

国内の貯蓄不足を外国からのファ  
 イナンスに依存している点では、八  
 〇年代も九〇年代も変わりがなが、  
 重要なのは、外国の貯蓄に依存した  
 資金のマクロでみた最終的な行き先  
 と、それが将来の米国経済の供給サ  
 イドに与える影響である。民間部門  
 の投資が将来の付加価値をダイレク  
 トに生み出す源泉と考え、反対に、  
 政府部門の支出にはそうした繋がりが

が相対的に希薄だと仮定すれば、八〇年代の米国経済は、対外債務の増加が財政赤字を反映していたことになり、民間企業を基盤とする経済活力の面からは展望の描きにくい状況にあった。一方、九〇年代は、将来の付加価値を生み出す源泉としての民間投資に民間の貯蓄が追いつかない状態を映し出しており、投資が供給サイドを体質強化し、将来の成長機会を広げて対外債務の返済能力につながる性質のものであれば、必ずしも不健全だとは言えない。このようにみると、米国における貯蓄・投資バランスを反映した対外不均衡の含意は、八〇年代と九〇年代とは異なっており、サステイナビリティに対する見方は違ったものになる。

#### (注)

(1) 連邦政府の個人所得税と法人所得税を合計した税収は、GDP比で八〇年代平均の一〇・〇％から九〇年代後半の一・一％に上昇したに過ぎない。

(2) 軍事支出全体は、経費だけでなく投資支出も含まれるため、その削減効果は経費支出の減少による政府貯蓄の上昇と投資支出の減少による政府投資の低下に分かれて

反映される。投資的支出を除いた経費支出で見ると、六八年に八・七％に達したGDP比が七九年には五・一％まで低下したが、八五年に六・二％まで上昇、九〇年代に入り再び三・五％程度まで低下している。

## 四 個人貯蓄率の低下と

### ライフサイクルⅡ 恒常所得仮説

但し、見落としてならないのは、民間のインバランスが投資の超過ではなく貯蓄の過少から生じていることである。企業の利潤は増加しており、民間の貯蓄不足は個人貯蓄の著しい低下が原因である。そして、問題の本質は、インバランスそのものにあるのではなく、家計の行動に垣間見られる過大な期待の形成と株式など資産価格の形成との関わりにある。個人貯蓄が急速に低下しているということは、家計の行動に何らかの変化があったことを示唆している。貯蓄と消費の関係は将来を含めた時間の概念が必要で、こうした決定要因を含んだ消費理論としては、ライフ

サイクルⅡ恒常所得仮説が有力である。将来の所得に対する個人の期待形成を重視する恒常所得仮説と、消費関数のなかに所得ばかりでなく資産を含めるライフサイクル仮説の考え方は、いずれも、現在の消費が将来を含めた長期的な所得の関数となっている点で共通している。これは、個人消費の説明変数として資産や将来に対する期待形成を導入する理論であり、現在の消費と貯蓄の決定が将来という不確実性を含んだ関数で示され、その鍵となる変数が資産価格である。

この理論の重要な点は、現在の所得の変化が恒常的でないならば、つまり、一時的なものであると判断されるならば、それは本来消費に影響を与えないという点である。裏を返すと、キャピタル・ゲインなど資産市場からの所得のかんりの部分が現在の消費支出増加に影響を与えているとすれば、家計にとってそうした所得が一時的なものでなく、恒常的なものと認識されていることを意味する。

したがって、ここでの関心は、個人貯蓄率がマイナスか否かではなく、

その極端な低下が株式などリスクを孕んだ性格の資産を、リスク・フリーで安定した恒常所得と誤認していることを示しているのではないかという点にある。個人貯蓄率の数値については、統計上可処分所得が過少に算出されており必ずしもマイナスではないとの試算も見られる<sup>3)</sup>。また、記述の通り、個人貯蓄率がマイナスだとしてもマクロの貯蓄率はそれほど低下しておらず、ましてマイナスになっているわけでもない。だが、個人貯蓄率が低下している背後に、株式などのキャピタルゲインを恒常所得に織り込んで消費が決定されている可能性が極めて高いという事実は見逃せない。

人々が株式などのキャピタル・ゲインを一時所得ではなく、恒常所得と認識しているとすれば、将来この種の収入は減少したり、場合によっては損失(マイナスの所得)となるリスクがあるという認識が欠落していることを意味する。元来、株式などのリスク・マネーは不確実性をかなり含んだ性格のもので、それこそがこの種の資金の存在理由である。リスク・マネーがリスク・フリーと

錯覚されるとき、大きな攪乱要因が生じる。以下では、リスク・マネーの二面性について考察していく。

(注)

(3) 東洋経済新報社『統計月報』一

九九九年六月号には、個人所得にはキャピタル・ゲインが含まれない一方で、可処分所得を算出する際に所得から控除される税金にはキャピタル・ゲインにかかる税金が含まれており、こうした点を考慮すると、貯蓄率は統計上の数値よりも二・四%ポイント高まるとする分析結果が紹介されている。

## 五 新結合による

### イノベーションと

### リスク・マネー

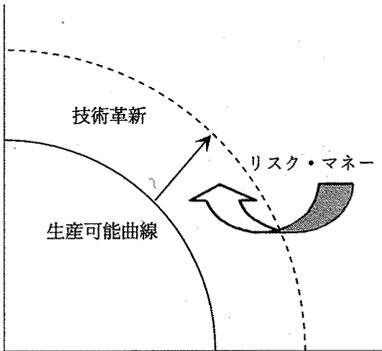
九〇年代の米国では株式市場が活況を呈し、景気の谷であった九一年に平均二・九二ドルであった株価(ダウ工業株三〇種)は、九八年十二月には九・〇一七ドルと三・一倍に上昇し、九九年に入ると三月に一萬ドルの大口にのった。その後、一萬一千ドル(九一年平均三・八倍の水準)前後で推移している。設備投

資の増加と株価の上昇を伴う強い景気拡大という点では、日本の平成バブル景気も共通する点が多いため、その後の日本経済の辿った経緯と重ねて、米国の株式市場に高い関心が集まっている。

九〇年代の米国はIT革新によって経済のフロンティアを切り開いているが、いわゆる生産可能性曲線の拡大にリスク・マネーの存在は重要かつ不可欠である(図4)。株式市場に流入する資金は典型的なリスク・マネーであり、不確実性の高い技術フロンティアを広げている今日の米国経済における役割と影響力は大きい。

シムペーターが言うように、不連続なイノベーションを可能にする

図4 生産可能曲線とリスク・マネー



「新結合」にリスクを負担してくれ「銀行家」の存在は必須である。

「革新」に主題をおいたシムペーターは、全く新しい組み合わせで生産要素を結合して新生産物を生み出す企業家を重視するが、同時に「銀行家」の果たす役割も強調する。ここで言う革新は、狭い意味の概念でなく、新商品、新生産方法、新市場、新組織などを発見、開発、開拓するような活動をさしている。既存の仕組みの中で改善を進めることによっても、わずかながらの経済成長は達成されるが、これはシムペーターのいう革新にはあたらない。彼はこの点を、駅馬車をいくらつないでも鉄道業が創出されなかったという喩えで説明している。革新による新しい均衡点は、古い均衡点を微調整して達成されるのではなく、不連続に大きな断層をもって到達される。すなわち、創造的破壊を伴うのである。但し、こうした事業は、不連続であるがゆえに成功するかどうかの不確実性が高く、投資のリスクは大きい。しかも、企業家は十分な資金力を持つとは限らず、むしろ、既存の事業とは不連続に出現するために、

資金力とは無縁のことが多い。アイデアやバイタリティを新結合として実現するためには他者からの資金調達が必要である。ここにリスクをとって資金を供給する金融機能の重要性が生まれる。間接金融と直接金融からなる資本市場は資金の出し手と資金の受けてをマッチングさせ投資を促進する機能と、将来の消費の請求権たる貯蓄を現に実行される投資資本に転化し、新たな循環を生ませるといふ資本仲介機能を備える。

その意味で、金融機能は需要と供給を繋ぐ「かなめ」であり、かつ、現在と将来を結ぶ「かなめ」なのである。

こうした金融機能が健全に働かない、つまり、無能な「銀行家」の跋扈によってもたらされる不幸は二種類ある。一つは、投資効率を無視した不必要な投資を増長し、全く役に立たず果実をもたらさないストックを累積させることであり、二つ目は、企業家の革新能力を見抜けず、起こりうべき経済発展の芽を埋もれさせてしまうことである。いずれの場合も供給サイドの衰退をもたらして、現在と将来の結びつけに失敗することを意味する。有象無象の企業家の

中から本物を見抜き、新結合を実現する役割こそが、革新の時代に不可欠な金融の能力なのである。シユムペーターはこれを「企業者に譲渡する目的でなされる購買力創造」と表現し、「信用の供与と購買力の創造」によって企業家による新結合の遂行が可能となると説いた。

新結合の遂行による動態的な発展を資本主義の本質としたシユムペーターは、「金融市場は常にいわば資本主義経済の中央本部であり、(中略)ここで決定されることは、常にその最も内面的な本質において次の発展計画を確定することである」と重要性を強調する。そして、「将来価値実現のための信用流通あるいは発展に対する金融は、金融市場ないし資本市場の主要な機能である」(傍点筆者)と位置付ける。

(注)

(4) シユムペーター『経済発展の理論(上)』(塩野谷・中山・東畑訳) 岩波文庫 二七三ページ。彼は、新結合は銀行の行う信用創造によってファイナンスされ、銀行家こそが真の資本家であると、その機能を重視し、同時にリスクの全面的

な負担者であるとも考えており、いわゆるデットとエクイティに本質的な差がないとしている。

(5) 技術革新が情報流通コストを飛躍的に引き下げ、情報の非対称性を従来にくらべて小さくすることで、分権的な意思決定を特徴とする市場メカニズムが機能しやすい環境を生み出している。こうした環境では、市場の失敗を補完する役割で形成された系列取引など、特定の相手との固定的な企業相互の関係ではなく、状況と条件で別の相手との取引が選択されるといふ代替取引の可能性が一気に高まり、シユムペーターのいう新結合が起きやすい状況を創り出す(篠崎「一九九」第五章参照)。

六 期待が関与する  
資産価格の  
形成メカニズム

こうした観点から、株式など資産の価格がどのように形成されるか考えてみよう。良く知られているように、資産は任意の一時点で効用が消費してしまうフロアの次元ではなく、将来にわたって効用が得られるストックの次元で価格形成される。すなわ

ち、企業や資産の価値は、その存在そのものによって静学的に存在するのではなく、それらが実際に事業の用に供されたときにどのような収益を生み出すか、つまり、将来の収益流列によって測られるもので、時間の概念を含んだ動的な存在である。将来という不確実性を含んだ時間の関数であるため、リスク・フリーの利率率にリスク・プレミアムを上乗せしたもの(  $i + p$  )で割り引く必要がある。また、企業収益はある期待成長率(  $e$  )を含んだ関数となる。「時価総額/株式数」で示される株価が企業価値(時価総額)の代理変数とすれば、これらの要因を基礎にした価格は下記の通り表される。

将来にわたる収益流列を完全に予測することは不可能で、株価は入手可能な現在情報に強く依存することになる。だが、利益と金利が現在情報に依存する程度に比べて、リスク・プレミアムと期待成長率(  $k = e + p$  )については、不確実な将来の見通しに強く依拠する。したがって、将来いかなる経済環境の下でどのような経営がなされるかの不確実な判断によって、収斂する価格は変わ

$$\begin{aligned} \text{株価} &= k \cdot \text{時価総額} \\ &= f' \left( \frac{\text{将来収益}}{\text{割引率}(i+p)} \right) = f'' \left( \frac{\text{現在利益}(E)}{\{(i+p) - e\}} \right) = f''' \left( \frac{E}{(i+p)} \right) \dots\dots\dots (3) \end{aligned}$$

(  $i$  : リスク・フリー金利,  $p$  : リスク・プレミアム,  $e$  : 期待成長率 )

てくる。この判断こそが、偉大な銀行家と無能な銀行家を分ける重要なポイントとなる。バブル期の日本は明らかに、土地や不動産など既存の稀少資源に対する資金の集中的な流入に終始し、フロントティアを広げるような循環に結びつかなかった。将来の収益機会に対する価値の判断ではなく、資産の存在そのものを自己目的化した価格付けが氾濫した。事実、不動産価格の決定は、近隣の取引事例によってなされており、そこから将来にわたって生み出される収益を現在価値に割り引いて評価するという姿勢は、外資系企業の不動産市場への参入が進んだ九〇年代の後半まで見られなかった。

(注)

(6) PERなどの指標で、かつて日本が米国に比べてはるかに高かったのは、金利水準の低さと、高い成長率などに裏打ちされた期待の高さによるものであった。

## 七 技術革新の

### フロンティアと 金融のバブル

こうしたフロンティアを切り開かない資金の膨張は、いずれ誰かがババを引く「投機」を生み出す。八〇年代初頭の米国で供給サイド重視の経済政策を唱えたGeorge Gilberが指摘した通り、投機は、不確実性を認識した上でフロンティアを切り開く「投資」、すなわちリスク・マネーとは本質的に異なる。投機とは異なるリスク・マネーの本質は次の二点にある。第一に、それが存在しないとフロンティアの拡張機会が失われることであり、第二に、フロンティア拡張への挑戦はある確率で失敗するということである。つまり、リスク・マネーは生産可能曲線を拡張するための必要条件ではあるが充分条

件ではなく、フロンティアが切り開かれない可能性を内包している。

リスク・マネーが有するこの二面性こそ、経済発展のダイナミズムとバブルの饗宴を背中合わせにするものである。なぜなら、リスク・マネーがうまく機能してフロンティアを拡大し続ける過程で、第一の特徴、つまり成功だけが強く認識され、第二の特徴を認識しない資金を呼び寄せるからである。そこで発生する過度の楽観は、フロンティアを切り開かない資金の膨張、すなわち投機を生み出す。

リスク・マネーの担い手は、多くのリスク要因と仮定を丹念に検討し、綿密な計算の下に将来の収益流列をはじめ出し、ROIやIRRなどの指標に基づいて合理的に投資を判断する。そして、場合によっては価値が全くなくなるかもしれないという不確実性を、いつも深く認識していなければならぬ。リスクの認識を失い、過去のトレンドから確実な将来所得だとする錯覚が蔓延した瞬間、大きな攪乱要因が胎化される。失敗が現実となった時、事前の認識との大きな違いに直面し、通常の経済活

動が激しく収縮するからである。

現在の米国株価がバブルであるかフロンティアの拡大であるかという判断は、事後的にしか確認し得ないものであるが、ここで、九一年の景気回復から九八年十二月までの株価の上昇について事後的な確認をしてみると(表2)、既述の通り株価(ダウ工業株三〇種)は、三・一倍に上昇している。この間、名目GDPは一・五倍しか上昇しておらず、かなり開きが見られる。しかし、設備投資を中心とした企業活動の拡大は、労働分配率の低下を伴った収益の増大を実現しており、減税の効果もあいまって、税引き後の利益は二・一倍に増加している。さらに、この間の金利を三〇年もの国債の利回りで見ると、八・一%から五・一%へ大幅に低下している。これをもとに、前記(3)式に沿って計算すると、九、九〇〇ドル程度までは、期待(e)やリスク・プレミアム(f)を一定として導かれる。これらのデータを見る限り、九八年十二月の株価は実現された収益や金利で説明でき、将来に対する過度の楽観が進んでいるとは言い切れない。

表2 90年代の株価と関連指標の検証

(時価総額、GDP、収益:10億ドル)

	時価総額	NYSE総合	ダウ平均	名目GDP	税引後収益	国債利回
91年平均(a)	3712	206.33	2929.33	5916.7	277.9	8.14%
98/12月平均(b)	10865	576.05	9018.68	8681.2	586.2	5.06%
99/9月平均(c)	11351	607.87	10714.03	*8873.4	*602.3	6.07%
倍率(b/a)	2.93	2.79	3.08	1.45	2.11	0.62
倍率(c/b)	1.04	1.06	1.19	1.02	1.03	1.20

(注) GDP、税引後利益は四半期の年率換算。\*は第2四半期。インデックスはコンポジットで1965=50。

(出所) CEA "Economic Report of the President", BEA "National Income and Product Accounts", New York Stock Exchange 資料等により作成。

但し、九八年末の情勢は、アジア危機の後に生じたロシアの経済危機に対応するため、金利が緊急避難的にかなり引き下げられていた。九九年に入ると金利は六%程度に上昇し

ている。また、労働需給の逼迫度を考慮すると、これまで見られたような労働分配率を下げながら企業収益を高める余地は小さく、個別の企業はともかくマクロ的な企業収益の増加率は名目成長率の近辺に収斂すると考えられる。

ここで、金利と企業収益から左記

(時価総額関数)		
$lnMV = 2.433 - 0.083 \cdot USG + 1.127 \cdot lnPAT$	$R^2 = 0.98, D.W. = 1.398$	
(3.636) (-4.120) (11.930)	推計期間1984~1998	
(株価関数)		
$lnDOW = 3.379 - 0.115 \cdot USG + 0.970 \cdot lnPAT$	$R^2 = 0.96, D.W. = 1.450$	
(3.840) (-4.046) (6.609)	推計期間1984~1998	
(但し、MV：時価総額，USG：米国国債利回，PAT 税引後企業収益，DOW：ダウ平均)		

のような簡単な株価関数を推定すると、金利の一ポイントの上昇は、時価総額を八・三%、ダウ平均株価を一一・五%下落させ、企業収益の一%の増加は、時価総額を一・一%、ダウ平均株価を一・〇%上昇させる要因となることが確認される。つまり、一%の金利の変動は一〇%前後の企業収益と同等の影響を株式市場に与えるとみられる。

こうした状況のもとで、FRBのグリーンズパン議長は、九九年六月に続く八月の追加利上げ直後に、資産価格の変動とその経済全体への影響についても強い関心があることを表明した<sup>⑨</sup>。その中で、ストックオプションが現在の会計制度の下では企業の費用として十分に反映されておらず、利益の過大評価になって株価を必要以上に上昇させている可能性があることを示唆した<sup>⑩</sup>。その効果もあって、株価上昇に歯止めがかかりやや軟調な展開になった十月には、利上げを見送る一方で中立型のスタンスから引き締めバイアスへ政策姿勢を変更した。一連の動きは、FRBが過大な期待による資産市場のバブル形成をかなり警戒している姿勢

の表れと解釈できる。

以上見てきたように、九一年から九八年までの米国株価に関する限り、企業収益の増加と金利の低下要因で説明が可能とみられるが、その後の動きはやや様相を異にしている。前段で検討した個人貯蓄率の動向からも、九八年の終わりがら期待要因が過大となっている傾向を示している。金利は政策的に操作可能な変数としても、企業の現実の収益獲得能力と投資家の期待とのバランスは全く不確定でかつ振れが大きい。

鍵となるのは、上述したリスク・マネーの二面性が十分に認識しているか否かにある。参加者がリスクを承知し、場合によっては損失が出ることを覚悟しているのであれば、一定の確率でロスを織り込み合理的な決定がなされるが、こうした潜在的損失に無頓着のまま、将来にわたって確実にリターンがあると確信するならば、非合理的な決定を行う。例えば、個人が老後や万一のために一定の貯蓄が必要と考え、それを株式市場における運用で行っているときに、株価がこれまでと同じように上昇することを前提に、現在の可処分

所得からの貯蓄が不要と判断するならば、あるいは、将来の株式市場からの利益を見込んで、可処分所得以上の消費を行っているとしたら、これは、リスクの認識が欠落した行動であり、現在の消費行動が非合理的で過剰なものとなる。

(注)

(7) 彼は著書「Wealth and Poverty」(邦訳『富と貧困』)の中で、「富とは、将来の所得の流れを約束する資産(傍点筆者)」であり、「将来に収益を生み出す真の資本財に対する投資機会」こそが重要とし、「問題を悪化させるのは、(中略)他の比較的非生産的な対象に支出し、さらにこの取引によってもうけた人間が、また生産的投資を避けて、代わりに金やゴッホの絵、骨董品やクラッシックカー、マチスの絵や土地の価格をつり上げる場合である。経済は生産的の事業から離れて非生産的な活動に向けられ、発明やリスクから離れてカリブ海の避暑地や早期退職に向けられる。土地や貴金属、美術品はただそこにじっとしているだけであり、しばらくの間は価値を増すが、多くの場合、人々の厚生にも、経済の生産的資本にも寄与するところはない」と論じて

いる。

(8) より厳密にみると、時価総額は二・九倍(指数化したNYSE総合は二・八倍)である。ダウ平均は採用企業数が少ないことや、権利落ちによる調整処理が行われるため、時価総額指数の動きと乖離がみられるが、一般に広く利用されているため、マクロ経済全体の動きを反映する時価総額の代理変数と見なしている。

(9) Wyoming Jackson Hole のスコッチ。New York Times 1999. Aug. 28 参照。

(10) ストックオプションでは、決定日における市場価格がオプション価格よりも高い場合、その差を費用計上するが、通常は決定日においてオプション価格の方が市場価格よりも高いため、費用の計上はなされないケースが多い。費用計上がなされない場合でもオプションについての情報開示は義務付けられている。Patrick R. Delaney "CPA Examination Review: Financial Accounting and Reporting" Wiley 1997 参照。

## おわりに

本稿で検討したように、個人貯蓄

率はISバランスの観点からではなく、個人の消費行動が、株式市場などリスク・マネーとの関係において合理的かどうか、つまり、過大な期待に基づく、過剰な消費に繋がっていないかどうかをみる代理指標といえる。過剰消費に対する懸念は、経済政策を巡る議論にもみえ始めている。政府債務の削減か減税かを巡って活発な議論が繰り広げられている。財政赤字の使途に関する論争がその一例である。レーガン政権以来続いた小さな政府の実現が、民間活力を高め、経済再生に繋がったという認識は広く共有されているものの、過剰消費の兆候がみられる状況下においては、減税よりも政府の債務削減を支持する意見が強まっている。

技術のフロンティアが拡大している今日の米国経済では、消費の面でも投資の面でも現在だけでなく将来という時間の要素を含んだ決定要因が重要になっている。各経済主体が将来という不確実性を含んだ意思決定を行い、リスク・マネーの供給を通じて生産可能曲線を広げ、経済の躍動をもたらしていることはまちがいない。しかし、その一方で、順調

な経済の拡大が、不確実性のつきまとうリスク・マネーに、それを認識しない参加者までも引き寄せ、リスク意識の欠如と過大な期待によるバブルの形成をもたらしている兆候もみえはじめた。リスク・マネーの二面性が、資本主義のダイナミズムと同時に、バブルと背中合わせの不安定を伴うものとすれば、最適パスを走り続けるのは容易なことではな

(注)

(11) FRBのグリーンズパン議長は減税よりも債務削減を支持する姿勢を明確にしている。

〈参考文献〉

篠崎彰彦(一九九九)『情報革命の構

図』東洋経済新報社

シュムペーター『経済発展の理論』

(上・下)塩野谷・中山・東畑訳

岩波書店

竹中平蔵・小川一夫(一九八七)『対

外不均衡のマクロ分析』東洋経済新

報社

山口光秀・島田晴雄(一九九四)『ア

メリカ財政と世界経済』東洋経済新

報社

Black E. Sandra and Morgan P.

Donald (1999), "Meet the New

Borrowers", Federal Reserve

Bank of New York Current Issues Vol. 5 No. 3

Bennett Paul, Keane Frank, and

Mossor C. Patricia (1999),

"Mortgage Refinancing and the

Concentration of Mortgage

Coupons", Federal Reserve

Bank of New York Current Issues Vol. 5 No. 4

Council of Economic Advisers

(1999), "Economic Report of the

President"

Gilder George (1981), "Wealth

and Poverty" Basic Books, Inc.

(斎藤精一郎訳『富と貧困』日本放送出版協会)

Lettau Martin and Ludvigson

Sydney (1999), "Consumption,

Aggregate Wealth, and Ex-

pected Stock Returns", Federal

Reserve Bank of New York Staff

Reports No. 77

Patrick R. Delaney (1997), "CPA

Examination Review: Finan-

cial Accounting and Reporting", Wiley

(九州大学経済学部 助教授)